

現價：HK\$5.31

潛在上升空間：+22.0%

目標價：HK\$6.48→

銀行業

建設銀行 (939.HK)

盈利略好於預期，不良上升速度加快

落后

同步

领先

公司估值表

億元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主營收入	4,607	5,086	5,579	6,136	6,725
營業利潤	2,503	2,780	3,047	3,325	3,630
淨利潤	1,936	2,151	2,351	2,565	2,799
同比增長	14.3%	11.1%	9.3%	9.1%	9.1%
每股收益(元)	0.77	0.86	0.94	1.02	1.12
同比增長	14.1%	11.1%	9.4%	9.1%	9.1%
PE	5.50	4.95	4.52	4.15	3.80
PB	1.12	0.99	0.86	0.75	0.66
每股派息	0.27	0.30	0.33	0.36	0.39
股息率	6.31%	7.06%	7.73%	8.43%	9.20%

資料來源：公司、交銀國際

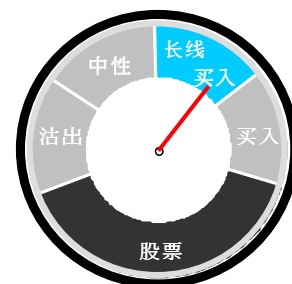
- **盈利略好於預期，同業資產負債增速加快。**2014Q1 建行實現歸屬於母公司股東的淨利潤 657.8 億元，同比增長 10.41%，略好於我們預期 0.66%，主要由於息差好於預期，成本費用低於預期，但撥備費用高於預期。盈利增長主要驅動因素：規模擴張（7.3%），手續費傭金淨收入（2.6%）。總資產、貸款、存款分別較年初增長 5.07%、3.85%、5.20%，1 季度資產增長主要來自貸款增長、存拆放同業和買入返售金融資產（新增主要來自敘做的買入返售證券和票據業務，分別貢獻資產增速的 2.1、1.2 和 1.1 個百分點；負債增長主要來自存款增長（貢獻 4.4%），同業存拆放增長貢獻 1.1%，但賣出回購金融資產顯著壓縮，拉低負債增速 0.4%。期末存貸比 69.4%，較年初下降 0.9 個百分點。

- **息差環比下降，主要來自負債端成本上升。**2014Q1 日均 NIM 為 2.81%，同比上升 10 個基點；以期初期末平均餘額計算，淨息差環比 2013Q4 下降 9 個基點，其中生息資產收益率環比下降 2 個基點，付息負債成本率環比上升 8 個基點。活期存款占比 52.4%，環比下降 1.4 個百分點。

- **不良上升速度加快。**1 季末不良額 908.08 億，較年初上升 55.44 億/6.5%，為 11 年 4 季度以來單季環比最大升幅，不良上升速度加快。不良率 1.02%，環比上升 3 個基點。14Q1 年化信用成本 0.49%，同比上升 5 個基點。撥備覆蓋率 260.21%，較年初下降 8 個百分點；撥貸比 2.65%，較年初略降 1 個基點。

- **手續費傭金淨收入增速穩定，成本控制有成效，海外及子公司貸款增長較快。**手續費及傭金淨收入同比增長 11.2%，增速基本與 13 年全年水平持平。業務及管理費同比增長 8.00%，成本收入同比下降 0.75 個百分點至 23.25%。貸款結構上，海外及子公司貸款增長較快，較年初增長 8.4%，占比 7.4%，較年初提高 0.3 個百分點；公司貸款占比 63%，占比較年初上升 0.14 個百分點；個貸和票據貼現占比分別較年初下降 0.04 和 0.41 個百分點。

- **維持長線買入評級。**1 季末資本充足率和核心一級資本充足率分別為 13.50%、11.11%，較年初分別上升 0.16 和 0.36 個百分點。我們基本維持盈利預測，預計 14-16 年盈利增速分別為 9.4%/9.1%/9.1%。目前 14PE 和 PB 分別為 4.52 倍和 0.86 倍。維持長線買入評級和 6.48 港幣的目標價。



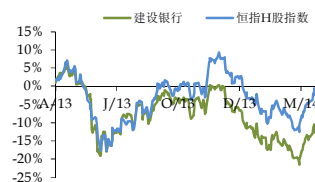
- 2014Q1 建行實現歸屬於母公司股東的淨利潤 657.8 億元，同比增長 10.41%，略好於我們預期 0.66%，主要由於息差好於預期，成本費用低於預期，但撥備費用高於預期。1 季度同業資產負債增速加快。
- 息差環比下降，主要來自負債端成本上升。不良較年初上升 6.5%，為 11 年 4 季度以來單季環比最大升幅，不良上升速度加快。手續費傭金淨收入增速穩定，成本控制有成效，海外及子公司貸款增長較快。
- 我們基本維持盈利預測，維持長線買入評級和目標價。

股份資料

52 周高位 (HK\$)	6.65
52 周低位 (HK\$)	4.89
市值 (十億港幣)	1,324
發行股數 (百萬)	240,417
日成交量 (百萬港幣)	184
1 個月內變化 (%)	2.71
年初至今變化 (%)	-9.23
50 天平均價 (HK\$)	5.30
200 天平均價 (HK\$)	5.69
14 天強弱 數	50.70

資料來源：Bloomberg

個股 1 年走勢圖



資料來源：Bloomberg

楊青麗

yangqingli@bocomgroup.com
電話：(852) 2977 9212

李珊珊

lishanshan@bocomgroup.com
電話：(8610) 8800 9788 - 8058

萬麗

wanli@bocomgroup.com
電話：(8610) 8800 9788 - 8051

圖表 1：建行盈利預測變動

	2014E			2015E		
	原有預測	現有預測	變動	原有預測	現有預測	變動
營業淨收入	5,584	5,579	-0.10%	6,118	6,136	0.30%
其中：淨利息收入	4,239	4,225	-0.31%	4,624	4,639	0.33%
其中：手續費及傭金淨收入	1,167	1,167	0.03%	1,302	1,302	0.03%
營業利潤	3,045	3,047	0.06%	3,331	3,325	-0.18%
撥備前利潤總額	3,520	3,544	0.67%	3,848	3,870	0.56%
歸屬母公司股東淨利潤	2,339	2,349	0.42%	2,558	2,562	0.15%
每股收益	0.94	0.94	0.42%	1.02	1.02	0.15%
關鍵假設	變動百分點			變動百分點		
貸款增長	11.2%	11.2%	0.0%	10.8%	10.8%	0.0%
存款增長	10.0%	11.8%	1.8%	9.5%	9.5%	0.0%
生息資產增速	10.7%	10.7%	0.0%	10.3%	10.3%	0.0%
付息負債增速	9.7%	10.6%	0.9%	10.0%	10.0%	0.0%
NIM	2.66%	2.65%	-0.02%	2.66%	2.63%	-0.03%
成本收入比	29.3%	29.0%	-0.3%	29.5%	29.5%	0.0%
淨手續費收入增長率	11.91%	11.94%	0.0%	11.55%	11.55%	0.0%
信用成本	0.52%	0.53%	0.00%	0.52%	0.52%	0.00%
不良率	1.05%	1.05%	0.00%	1.09%	1.09%	0.00%

資料來源：公司報表

公司背景

建設銀行為四大國有商業銀行之一，2005 年在香港發行 H 股掛牌上市。

主要財務指標和預測表 (億元人民幣，百分比除外)

資產負債簡表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
貸款總額	75,123	83,772	95,521	105,838	116,951
貸款淨額	73,099	83,614	92,899	102,803	113,433
存放央行款項	23,854	24,032	26,005	26,979	28,644
債券投資	28,666	34,146	39,268	44,373	48,810
其他生息資產	10,322	7,548	7,057	7,950	9,064
生息資產	137,966	149,499	167,851	185,140	203,469
非生息資產	1,762	4,133	3,449	4,660	5,501
總產	139,728	153,632	171,300	189,800	208,970
各項存款	113,431	122,230	136,654	149,636	163,402
應付債券	2,630	3,575	3,575	3,575	3,575
其他計息負債	11,436	13,694	14,058	16,505	19,031
計息負債	127,497	139,500	154,287	169,716	186,008
非計息負債	2,736	3,389	4,668	5,996	6,969
總負債	130,233	142,889	158,955	175,712	192,977
股本	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
股東權益	9,495	10,743	12,344	14,089	15,993
負債股東權益	139,728	153,632	171,300	189,800	208,970

損益表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、營業收入	4,607	5,086	5,579	6,136	6,725
利息收入	6,032	6,463	7,060	7,766	8,530
利息支出	-2,500	-2,567	-2,835	-3,127	-3,451
淨利息收入	3,532	3,895	4,225	4,639	5,079
手續費收入	962	1,074	1,203	1,342	1,482
手續費支出	-27	-31	-36	-39	-43
淨手續費收入	935	1,043	1,167	1,302	1,439
投資收益	63	63	69	76	84
其他業務收入	77	85	116	118	123
二、營支	-2,105	-2,306	-2,531	-2,811	-3,095
營業稅金附加	-302	-316	-351	-386	-424
業務及管理費	-1,346	-1,487	-1,618	-1,810	-2,004
資產減值損失	-400	-432	-485	-534	-582
其他業務支出	-56	-71	-77	-81	-85
三、營業利潤	2,503	2,780	3,047	3,325	3,630
營業外淨收入	12	18	11	11	11
撥備前利潤	2,915	3,230	3,544	3,870	4,223
四、利潤總額	2,514	2,798	3,058	3,336	3,641
減：所得稅	-578	-647	-707	-771	-842
五、淨利潤	1,936	2,151	2,351	2,565	2,799
歸屬本行股東	1,932	2,147	2,349	2,562	2,796

主要估值指標

PPOP	1.17	1.29	1.42	1.55	1.69
每股收益	0.77	0.86	0.94	1.02	1.12
每股淨資產	3.80	4.30	4.94	5.64	6.40
P/PPOP	3.64	3.29	3.00	2.74	2.52
P/E	5.50	4.95	4.52	4.15	3.80
P/B	1.12	0.99	0.86	0.75	0.66
分率	35%	35%	35%	35%	35%
股息率	6.31%	7.06%	7.73%	8.43%	9.20%

資料來源：公司報表

主要指標

資產質量	2012	2013	2014E	2015E	2016E
不良貸款(億元)	746	853	1,003	1,154	1,322
不良貸款率	0.99%	0.99%	1.05%	1.09%	1.13%
不良貸款增長	5.22%	14.27%	17.63%	15.02%	14.56%
淨形成不良率	0.16%	0.30%	0.29%	0.24%	0.22%
不良加回核銷增	14.60%	30.17%	28.77%	22.59%	19.82%
關注類	2.72%	2.38%	2.75%	2.81%	2.87%
撥備覆盖率	271.29%	268.22%	261.45%	263.03%	266.16%
信貸成本	0.55%	0.53%	0.53%	0.52%	0.52%
貸款準備金率	2.69%	2.66%	2.75%	2.87%	3.01%
撥備充足率	184.66%	179.84%	185.55%	191.18%	197.88%
逾期貸款占比	1.03%	1.01%			
逾期貸款增長	35.2%	12.5%			
逾期加回核銷增	46.9%	27.9%			

成長性

貸款較年初增長	15.6%	11.5%	11.2%	10.8%	10.5%
存款較年初增長	13.6%	7.8%	11.8%	9.5%	9.2%
資產較年初增長	13.8%	10.0%	11.5%	10.8%	10.1%
生息資產增長	13.6%	8.4%	10.7%	10.3%	9.9%
計息負債增長	13.4%	9.4%	10.6%	10.0%	9.6%
撥備前利潤增長	14.4%	10.8%	9.7%	9.2%	9.1%
稅前利潤增長	14.8%	11.3%	9.3%	9.1%	9.1%
淨利潤增長	14.3%	11.1%	9.3%	9.1%	9.1%
淨利息收入增長	16.0%	10.3%	8.5%	9.8%	9.5%
淨手續費收入增	7.5%	11.5%	11.9%	11.5%	10.5%

結構/盈利能力

淨利息收入	76.7%	76.6%	75.7%	75.6%	75.5%
淨手續費收入	20.3%	20.5%	20.9%	21.2%	21.4%
中間業務淨收入	20.6%	20.9%	21.3%	21.5%	21.7%
成本收入比	29.2%	29.2%	29.0%	29.5%	29.8%
ROAE	21.92%	21.26%	20.37%	19.41%	18.61%
ROAA	1.47%	1.47%	1.45%	1.42%	1.40%
RORWA	2.68%	2.61%	2.49%	2.46%	2.42%
生息資產收益率	4.60%	4.44%	4.42%	4.40%	4.39%
計息負債成本率	2.06%	1.91%	1.93%	1.93%	1.94%
淨利差	2.54%	2.53%	2.49%	2.47%	2.45%
淨息差	2.69%	2.68%	2.65%	2.63%	2.61%
淨利差(日均)	2.58%	2.56%			
淨息差(日均)	2.75%	2.74%			

風險控制

核心資本充足率	11.32%	10.75%	11.03%	11.32%	11.64%
資本充足率	14.32%	13.34%	13.34%	13.41%	13.54%
單一最大客戶	3.86%				
最大十家客戶	14.76%				

資產負債結構

資產負債比率	93.2%	93.0%	92.8%	92.6%	92.3%
貸款淨額/總資產	52.3%	54.4%	54.2%	54.2%	54.3%
債券投資/總資產	20.5%	22.2%	22.9%	23.4%	23.4%
貸款/存款	66.2%	68.5%	69.9%	70.7%	71.6%
活期存款占比	51.2%	50.2%	50.2%	50.2%	50.2%

交銀國際

 香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈十一樓

總機: +852 3710 3328

傳真: +852 3798 0133

www.bocomgroup.com

評級定義

公司評級

買入: 預期股價於 12 個月內上升超過 20%

長線買入: 預期股價於 12 個月以上時間上升超過 20%

中性: 預期股價波幅在±20%之間

沽出: 預期股價於 12 個月內下跌超過 20%

行業評級

領先: 預期行業指數於 12 個月內超過大市漲幅 10%以上

同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間

落後: 預期行業指數於 12 個月內落後大市漲幅 10%以上

研究團隊

研究部主管

@bocomgroup.com

@bocomgroup.com

鄭子豐 CFA, CPA, CA

(852) 2977 9393

raymond.cheng

策略

洪灝 CFA

(852) 2977 9384

hao.hong

宏觀經濟

李苗獻

(86) 10 8800 9788 - 8043

miaoxian.li

銀行業

楊青麗

(852) 2977 9212

yangqingli

李珊珊

(86) 10 8800 9788 - 8058

lishanshan

萬麗

(86) 10 8800 9788 - 8051

Wanli

油氣/燃氣行業

吳菲

(852) 2977 9392

fei.wu

劉旭彤

(852) 2977 9390

xutong.liu

非必需品消費行業

黃文嫻

(852) 2977 9391

phoebe.wong

房地產行業

劉雅瀚 CFA, FRM

(852) 2977 9235

alfred.lau

何志忠 CFA, FRM

(852) 2977 9220

toni.ho

過璐璐

(852) 2977 9211

luella.guo

必需品消費行業

王惟穎

(852) 2977 9221

summer.wang

王未然

(852) 2977 9386

kevin.wang

新能源行業

孫勝權

(86) 21 6065 3606

louis.sun

醫藥生物行業

雷宇光

(852) 2977 9203

christopher.lui

電訊/中小盤行業

李志武

(852) 2977 9209

lizhiwu

保險行業

李文兵

(86) 10 8800 9788 - 8053

liwenbing

科技行業

謝劍英

(852) 2977 9216

miles.xie

互聯網行業

馬原

(86) 10 8800 9788 - 8039

yuan.ma

穀馨瑜 CPA

(86) 10 8800 9788 - 8045

conniegu

交通運輸及工業/汽車行業

鄭碧海 CFA

(852) 2977 9380

geoffrey.cheng

姚煒

(86) 21 6065 3675

wei.yao

馮懿勇

(852) 2977 9381

Yinan.feng

有色金屬及礦業

李浩

(852) 2977 9243

jovi.li

分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及 ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表本研究報告之 30 個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii) 他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益。

有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與中國海洋石油有限公司、順風光電國際有限公司、上海青浦消防器材股份有限公司、澳門勵駿創建有限公司、開元產業投資信託基金、五洲國際控股有限公司、中石化煉化工程(集團)股份有限公司、中國銀行證券股份有限公司、中國信達資產管理股份有限公司、秦皇島港股份有限公司、龍光地產控股有限公司、金天醫藥集團股份有限公司、眾安房產有限公司、鳳凰醫療集團有限公司、徽商銀行股份有限公司、景瑞控股有限公司、海通國際證券集團有限公司、重慶銀行股份有限公司、南京中生聯合股份有限公司、Magnum Entertainment Group Holdings Limited、毅德國際控股有限公司、中國中藥有限公司(前稱：盈天醫藥集團有限公司)、哈爾濱銀行股份有限公司及交通銀行股份有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際證券有限公司現持有上海複星醫藥集團有限責任公司的股本證券逾 1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告 (包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii) 直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或雇員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有信息，並可能受遞延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不暗示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。